

14 de julio de 2025

Perspectivas de la semana

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

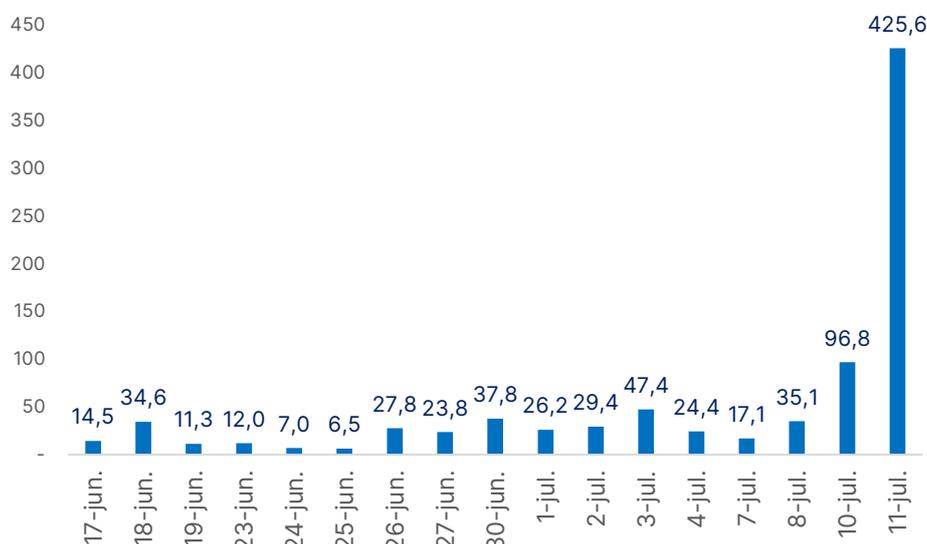
LEFIs, punto final: el Banco Central activa el canje

Luego de que el Banco Central adquiriera la totalidad de las LEFIs en poder del sector bancario, esta mañana se oficializó en el Boletín Oficial el canje de LECAP y BONCAP por LEFIs. La operación se concretó a valor técnico, por un valor nominal máximo de \$28 billones. En detalle, el 33% del monto se destinó a la LECAP con vencimiento el 15 de agosto de 2025 (S15G5), otro 33% a la LECAP con vencimiento el 12 de septiembre del mismo año (S12S5), y el 34% restante a la BONCAP con vencimiento el 17 de octubre (T17O5). El comunicado en detalle se puede leer [aquí](#).

En este contexto, el viernes se observó un volumen operado inusualmente alto en la LECAP más corta del canje, la S15G5, lo que sugiere cierta presencia oficial para contener los rendimientos del segmento de instrumentos a tasa fija más cortos. Puntualmente, el monto nominal operado de esta letra se disparó a \$425 mil millones, frente a un promedio de \$44,2 mil millones en las cinco ruedas previas.

Evolución volumen operado de la LECAP S15G5

(en mil millones de pesos a VN)

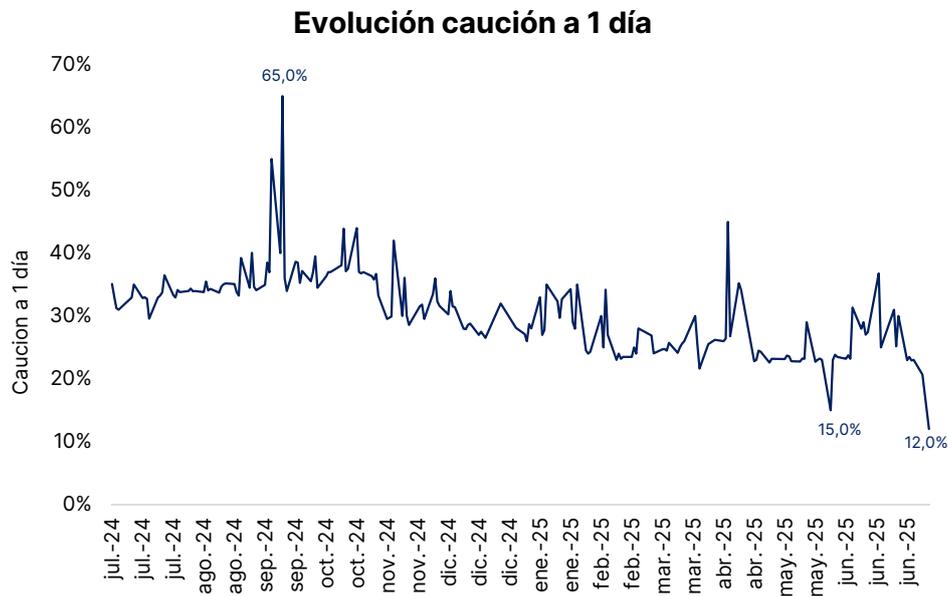


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Dirigiendonos al segmento de deuda *hard dollar*, en la semana del pago de cupones y amortizaciones, los Globales sufrieron fuertes retrocesos. Los bonos soberanos cayeron entre 0,8% y 1,8%, con bajas que se concentraron en el tramo largo de la curva. Las pérdidas fueron algo más exageradas que aquellas sufridas por los pares emergentes/de frontera, ya que el ETF EMB cedió 0,8% en la semana. Cabe mencionar que es esperable que la deuda soberana argentina amplifique los movimientos del segmento de bonos soberanos distressed/emergentes por su *high beta*.

Clave: en el universo de pesos, esta semana estaremos atentos a la evolución de las tasas en este segmento puesto que la tenencia de la S15G5, S12S5 y la T17O5 por parte del Banco Central, le dan poder de fuego a la entidad para contener los rendimientos de las curvas. En esta línea, previo al canje de LEFI formalizado, los rendimientos de las curvas de pesos se desplomaron luego de que los bancos no pudiesen comprar más LEFIs. En concreto, las TEM de las LECAPs comprimieron al rango de 2,25%/2,42%, las BONCAPs hicieron lo propio a la zona de los 2,27%/2,52% de TEM, mientras que los BONTAMs tuvieron un impulso más leve y sus TEMs permanecieron en la zona de 2,25%/2,38% de TEM. En esta línea, la tasa de caución a un

día cayó a 12% de TNA el viernes, perforando incluso el mínimo del año (15% TNA a fines de mayo).



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

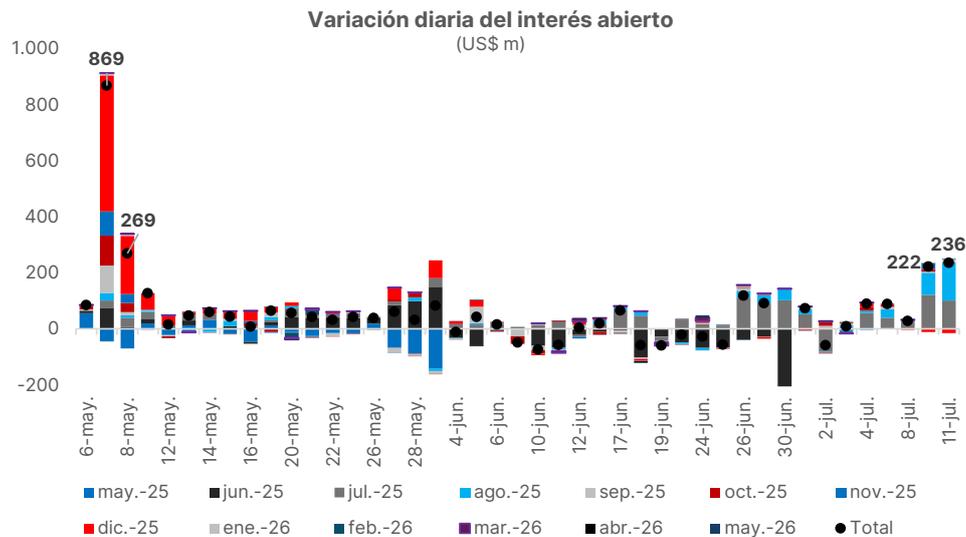
En lo que respecta a la deuda en dólares, más allá de los vaivenes internacionales, en el plano local no podemos dejar de lado el segmento político. Cualquier definición adicional sobre el revés legislativo en el Senado donde se aprobó un aumento y un bono para jubilados podría no ayudar a las cotizaciones de los Globales que extienden una racha bajista en un contexto difícil para emergentes/frontera.

Nuestras reflexiones sobre lo que estuvo pasando con el tipo de cambio

El viernes el dólar finalizó prácticamente sin cambios en \$1.261,5 (A3500 inalterado y spot +0,4%), tras un comienzo de mes turbulento. Desde el 30/06, el tipo de cambio venía subiendo en todas las ruedas, lo que llevó al A3500 a trepar 5,7% en este período y al spot a saltar 4,7%. De manera similar, el MEP cerró el viernes con un alza de apenas 0,1% hasta \$1.269,1, a la par que el CCL cedió 0,1% hasta \$1.270.

Detrás de la relativa calma en el mercado cambiario, habría estado el BCRA interviniendo en futuros. Por segundo día consecutivo, notamos que el interés abierto (IA) subió fuertemente, lo que sugiere que podría tratarse de la autoridad monetaria. Al respecto, el IA saltó US\$236 millones el viernes y US\$222 millones el jueves, luego de subas diarias promedio de US\$54 millones en las cuatro ruedas previas. Por ende, se trata del tercer mayor avance diario en la gestión Milei, ya que se ubica detrás de la suba del 07/05 (US\$869 millones) y del 08/05 (US\$269 millones), cuando el accionar del BCRA habría explicado los desplomes de los contratos. A diferencia con aquel episodio, la intervención se habría concentrado en el tramo corto de la curva de futuros, en especial en el contrato de junio y julio, dado que el viernes el IA aumentó US\$101 millones y US\$136 millones en estas posiciones.

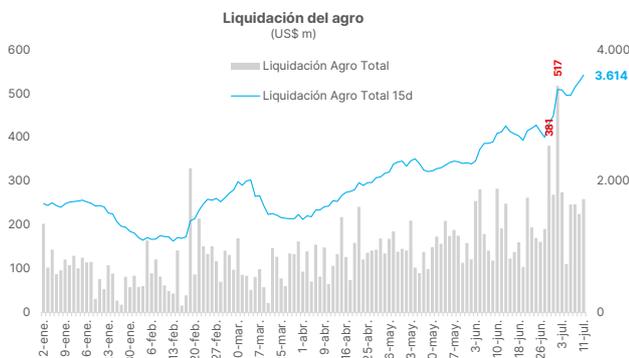
El interés abierto volvió a subir fuerte el viernes



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Como venimos mencionando en reiterados informes, lo que llamó la atención del fuerte rebote del dólar es que se dio en un contexto en el que el agro liquidó a un ritmo no visto desde los Programa de Incremento Exportador. Para tener de referencia, el sector liquidó US\$2.530 millones en total desde el 30/06, lo que se traduce en un ritmo diario de US\$281 millones. De este monto, US\$1.552 millones fueron liquidados en la primera semana de julio (media de cinco días de US\$310 millones) y US\$978 millones en la pasada (media de cuatro días de US\$245 millones por el feriado del 09/07). Esto se explicó por el *boom* de Declaraciones Juradas de Venta al Exterior (DJVE) que se dio en la segunda quincena de junio, producto de la baja transitoria de retenciones para la cosecha gruesa hasta el 01/07. Vale recordar que, una vez registrada la DJVE, los exportadores tienen hasta quince días hábiles para liquidar las divisas por el MULC. Para aprovechar el diferencial de tasas, en la práctica se dio un *spread* notable entre la liquidación efectiva y la estimada mediante las DJVE registradas, que se fue achicando en lo que va de julio. Tomando las últimas quince ruedas, faltarían por liquidarse alrededor de US\$1.060 millones, cuando a principio de mes restaban más de US\$4.000 millones.

El agro continúa liquidando con buen ritmo



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Al agro todavía le faltarían liquidar unos US\$1.060 millones



Con la oferta del agro traccionando, claramente el gran interrogante es qué está impulsando la demanda de dólares. En los últimos informes, dimos varias hipótesis que son complementarias

entre sí. Creemos que no hay un único factor lo suficientemente significativo para que explique la fuerte suba del tipo de cambio de las últimas ruedas. Lo que habría empezado por el fallo de la jueza Preska contra Argentina por YPF y el típico efecto aguinaldo, se habría extendido por otros factores entre los que barajamos los siguientes:

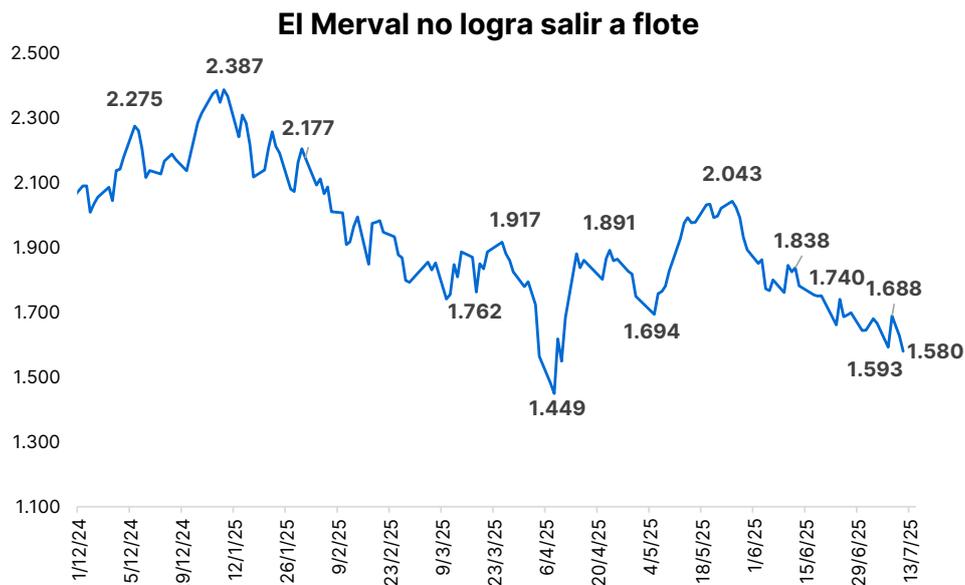
- Los productores podrían estar comprando dólar oficial y los exportadores dólares financieros con lo liquidado por el MULC. Aquí cabe mencionar que la restricción cruzada evita que pueda comprarse divisas en ambos mercados (oficial y financiero), pero no que se liquide en uno (oficial) y se compre en el otro (financiero).
- Salto estacional en el pago de importaciones energéticas. A pesar de la mayor producción de Vaca Muerta, la importación de GNL está apenas 15% por debajo de los niveles de 2024. A su vez, la estacionalidad de las importaciones sigue escalando hasta su pico típico en septiembre. Vale recordar que, desde la implementación del nuevo esquema cambiario el 14/04, los importadores tienen acceso inmediato al MULC.
- La típica dolarización preelectoral podría ya haber arrancado. Si bien la elección nacional de medio término será el 26/10, los tiempos podrían haberse adelantado con el desdoblamiento de la elección en la Provincia de Buenos Aires, que será el 07/09. Recordamos que, en los años sin cepo, la formación neta de activos externos de las personas humanas se duplicó o triplicó previo a los comicios, sin importar el andar de la economía o el signo político del oficialismo.
- Ante la creciente volatilidad del tipo de cambio, ciertos inversores podrían haber optado por cerrar sus posiciones de *carry trade*. Vale decir que la expiración de las LEFI y la consecuente reconfiguración del esquema de tasas de interés redundó en fuertes bajas en las tasas *overnight* y de LECAPs cortas, en mayor medida, dándole atractivo relativo al dólar.

Clave: pasado el 22/07, que es el *deadline* que tiene el agro para liquidar los US\$1.060 millones que aún le faltan, la oferta del sector va a desacelerarse significativamente. Al haberse adelantado liquidación por la baja de retenciones transitoria, es muy posible que se desacelere más de lo que uno prevería por la típica estacionalidad. Esto se va a dar en un marco en el que se espera que tanto factores de la cuenta corriente (estacionalidad del comercio exterior y turismo) como de la cuenta financiera (dolarización de portafolios) conspiran en contra del tipo de cambio. Pareciera que la volatilidad en el mercado cambiario llegó para quedarse.

El Merval no logra salir a flote

El viernes pasado, el principal índice de acciones local cayó 2,9%, hasta US\$1.580. Así, completó una baja semanal de 5,2%, acumulando una pérdida de 3,9% en lo que va de julio. En el plano internacional, los principales índices estadounidenses terminaron la semana con movimientos mixtos. El Dow Jones y el S&P 500 cayeron 1,1% y 0,3%, mientras que el Nasdaq Composite logró mantenerse en terreno positivo al subir 0,1%. A su vez, los ETFs de países emergentes tampoco se guiaron por una tendencia clara. El EEM terminó *flat*, el EWZ retrocedió 5,2% y el EEW subió 4,5%.

Volviendo a los movimientos del viernes, las acciones del panel líder terminaron mayoritariamente en rojo. TGSU2 (-6,0%), BBAR (-4,8%) y SUPV (-4,2%) completaron el fondo de la tabla. No obstante, TRAN (+2,8%) y ALUA (+0,6%) fueron los únicos papeles que se quedaron al margen de las bajas. En Wall Street, el panorama fue similar, aunque, en este caso, no hubo excepciones a la regla. Los más afectados fueron TGS (-6,0%), VIST (-5,9%) y BBAR (-5,7%).



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En lo que respecta a la deuda corporativa, tras publicar varios hechos relevantes, Petrolera Aconcagua Energía (PAESA) formalizó su propuesta de reestructuración, para avanzar en un acuerdo integral con sus acreedores y abrir la puerta a una posible transacción con Vista Energy y Trafigura. El plan, que tiene varios puntos a confirmar, busca ordenar toda su deuda financiera, bancaria y comercial, y contempla incentivos para lograr una adhesión mayor al 90%, condición necesaria para el cierre. La reestructuración de ONs se divide en dos grupos. Las de vencimiento más cercano (con Vida Promedio Ponderada menor a 1,5 años) podrán canjearse por nuevos bonos *dollar linked* de mediano o largo plazo. Las de mayor *duration* (Vida Promedio Ponderada superior a 1,5 años), solo por ONs de largo plazo, que podrán ser *hard dollar* o *dollar linked*. Además, se evalúa una subasta voluntaria en efectivo con cupo limitado, y quienes participen en el *Early Bird* recibirían un premio en efectivo y/o en especie. Las nuevas ONs incluirían amortizaciones anuales crecientes y cupones que van del 2% al 7%, con componentes en efectivo y en especie, dependiendo del desempeño operativo. La deuda bancaria sin garantía se consolidará en un préstamo sindicado. Las deudas con garantía se renegociarán por separado. En paralelo, la empresa busca firmar un reajuste al acuerdo con Vista Energy que le permita extender los pagos y quedarse con una mayor parte de la producción. Con Trafigura también negocian posibles líneas de crédito o prefinanciamiento, sujetos al éxito de esta reestructuración. Para los proveedores, se propone transformar en cuotas la deuda vencida y normalizar pagos futuros. También se cederán derechos de cobro como garantía y se suma un esquema de *cash sweep* para recompras si mejora el flujo operativo. Si no se logra la adhesión necesaria, podrían avanzar con un APE para extender los términos al resto, sin incluir a Vista Energy ni a Trafigura. La empresa dice en el comunicado que seguirá informando al mercado a medida que avance el proceso. Las fechas de avance aun están por ser determinadas.

Clave: en la semana seguiremos de cerca si el Merval puede revertir el comportamiento que viene arrastrando desde el mes pasado o si, por el contrario, extiende las pérdidas. El contexto internacional va a ser un factor clave, ya que continúa el ruido con EE. UU. por los plazos impuestos por Donald Trump a los aranceles. Además, otro punto importante es que hoy la jueza Loretta Preska definirá si acepta la apelación de Argentina y frena la entrega del 51% de YPF a los fondos que ganaron el juicio. Si concede la suspensión, se evitaría el traspaso mientras se resuelve el proceso en la Cámara. Aun si no concediera la suspensión, seguimos

creyendo que es poco probable que el gobierno nacional decida y logre pasar por el Congreso para entregar su posición en la compañía.

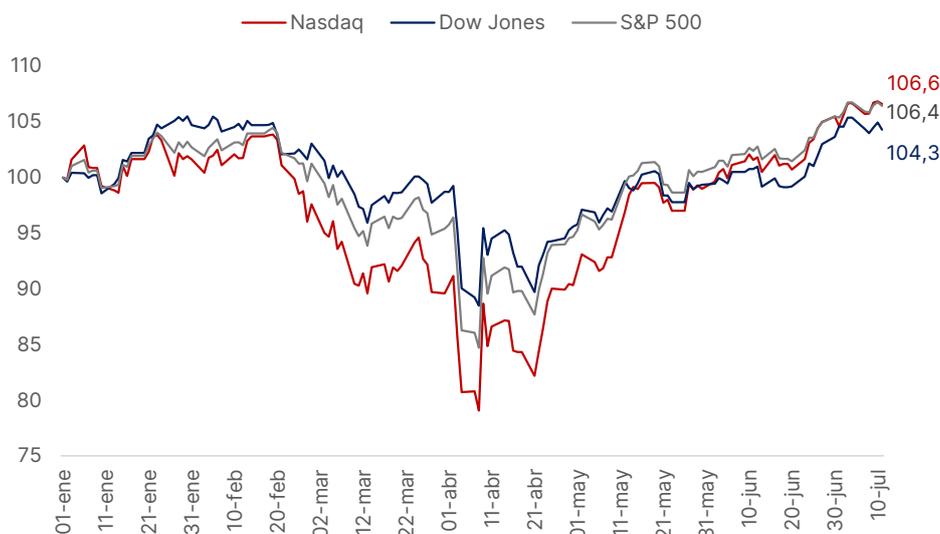
El foco sigue puesto en la guerra comercial, al menos, hasta fin de julio

Donald Trump escaló -otra vez- en el frente comercial al anunciar un arancel del 30% sobre las importaciones provenientes de la Unión Europea (UE) y México a partir del 1° de agosto. Aunque envió cartas a sus principales socios, dejó abierta la posibilidad de modificar los términos si la UE acepta abrir su mercado y eliminar las barreras comerciales. Frente a esto, la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, señaló que el bloque tomó nota del anuncio y advirtió que una medida de este tipo sería perjudicial para ambas economías.

Por su lado, en la carta dirigida a la presidenta mexicana Claudia Sheinbaum, Trump reconoció que México colabora en la seguridad fronteriza, pero sostuvo que esto no es suficiente. Agregó que, si el país lograra frenar el accionar de los cárteles y el flujo de fentanilo, EE.UU. podría revisar los aranceles. Según un funcionario de la Casa Blanca, los bienes que cumplan con los requisitos del USMCA quedarían exentos del nuevo gravamen.

Los principales índices bursátiles retroceden a medida que rebrota la guerra comercial. La semana pasada, el Dow Jones cayó 1%, seguido por el S&P 500 y el Nasdaq, que bajaron 0,3% y 0,1%, respectivamente. Hoy, los tres descienden 0,3% en el *premarket*.

Evolución de los principales índices bursátiles



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: todo indica que, al menos hasta fin de mes, la atención seguirá centrada en la guerra comercial. Esta semana también será clave en términos de datos económicos: mañana se publica el IPC de junio. Para este se espera una suba del 0,3 % mensual, por encima del 0,1 % de mayo. Un dato más por encima o por debajo de las expectativas podría darle a Trump mayor o menor poder de fuego en las negociaciones. El miércoles será el turno de la publicación del IPP.

Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
7-jul	AR	Licitación del Tesoro	Jul	-	-	-
	BR	Producción de vehiculos Anfevea	Jun	200.764		214.749
8-jul	AR	IPC CABA	Jun	2,1%		1,6%
	AR	IPI Manufacturero	May	2,2%		2,2%
	AR	Indicador Sintético de Actividad de la Construcción	May	-2,2%		5,1%
9-jul	US	Minutas del FOMC	Jul	-	-	-
	JAP	IPP Anual	Jun	2,9%		3,2%
10-jul	AR	Liquidación de Licitación	Jul	-	-	-
	BR	IPC Mensual	Jun	0,24%		0,26%
11-jul	UK	Producción Industrial Mensual	May	-0,9%		-0,6%
	UK	Producción Manufacturera Mensual	May	-1,0%		-0,9%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
14-jul	AR	IPC mensual	Jun		1,8%	1,5%
	AR	IPC mensual núcleo	Jun			2,2%
	JAP	Producción industrial mensual	May			0,5%
15-jul	US	IPC mensual	Jun		0,3%	0,1%
	US	IPC mensual núcleo	Jun		0,3%	0,1%
	US	IPC anual	Jun		2,6%	2,4%
16-jul	AR	Resultado Fiscal primario	Jun			\$1.696.917M
	AR	Resultado Fiscal financiero	Jun			\$662.123M
	US	Producción industrial mensual	Jun			-0,2%
17-jul	AR	Intercambio Comercial Argentino	Jun	-	-	-
	AR	Índice de Costos de la construcción	Jun			3,1%
	AR	Precios Mayoristas	Jun			-0,3%
	US	Subsidios iniciales por desempleo	Jul		233K	227K
	US	Reclamos Continuos	Jul		1965K	1965K
	JAP	IPC mensual	Jun		3,3	3,7%
18-jul	US	Confianza del consumidor U. Michigan	Jul		61,5	60,7

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meider@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.